

天健集团 (000090)

业绩腾飞在即，未来发展可期

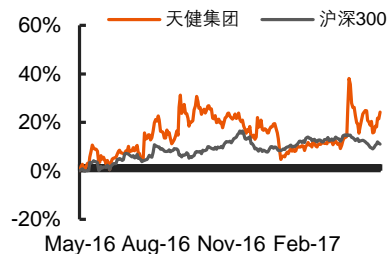
强烈推荐 (维持)

现价: 10.38 元

主要数据

行业	地产
公司网址	www.tagen.cn
大股东/持股	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会/23.47%
实际控制人/持股	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会/%
总股本(百万股)	1,198
流通 A 股(百万股)	774
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	124.33
流通 A 股市值(亿元)	80.29
每股净资产(元)	5.51
资产负债率(%)	67.20

行情走势图



相关研究报告

- 《天健集团*000090*地产结算及毛利率提升带动业绩大增》 2017-04-24
- 《天健集团*000090*受益粤港澳大湾区建设,旧改项目增厚未来业绩》 2017-04-12

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
0755-22621493
YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

研究助理

李孟泉 一般从业资格编号
S1060116070095
021-38640650
LIMENGXIAO698@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- 地产: 坐拥优质资源, 迎来业绩爆发期。**公司地产业务分布在深圳、上海、长沙、南宁、惠州、广州六大城市, 2016 年末未结转建面约 230 万平米, 其中一线占比达 38%。2017-2018 年公司将迎来多个项目结算, 且拿地时点主要集中地价大涨前的 2013-2014 年, 上海天健萃园、南宁天健领航、南宁天健西班牙小镇地价与房价比分别仅为 30.5%、28.8%和 20.8%, 毛利率有望维持高位。2019 年深圳天健天骄将进入结算周期, 该项目货值近 200 亿, 总地价仅 25.8 亿, 为 2019-2020 年业绩爆发奠定基础。预计 2017-2019 年地产结算净利润分别为 6.3 亿、14.3 亿和 29.7 亿。未来香蜜新村、市政大厦、粤通工业区、华富工业区等项目均有望受益深圳城市更新, 保障未来三到五年深圳项目开发和利润贡献。
- 建筑施工: 结构升级叠加领域扩张, 毛利率有望提升。**公司传统建筑施工业务门槛较低, 市场低成本无序竞争激烈, 2016 年毛利率仅 4.8%。近年公司加快从施工承包商向工程总包商转型升级, 2016 年至今单独或联合中标南山高新区交通改造工程等 5 个 EPC 项目, 中标总金额达 91.6 亿。EPC (工程总承包) 对投标人门槛要求较高, 参与者多为央企, 避免此前施工业务低成本无序竞争, 中国中冶等央企工程承包毛利率基本在 10%左右。随着业务结构的转型升级, 预计公司建筑施工业务毛利率有望逐步提升。按照目前施工业务每年 40 亿营收, 毛利率每提高 1 个百分点估算, 可增加 4000 万毛利。同时在业务领域上, 公司积极布局围填海、海绵城市、综合管廊、治水提质、河流治理等新型业务领域, 抢占市场先机。
- 城市服务: 参与罗湖棚改, 拓宽业务领域。**2016 年公司物业租赁实现营业收入 1.67 亿, 同比增长 15.2%。2016 年末公司可供出租物业建面 22.1 万平米, 同时深圳天健科技大厦预计 2017 年下半年投入使用, 该项目建面 7.11 万平米, 按照 120 元/月/平米的租金、90%的出租率估算, 每年可带来 0.92 亿租金收入。此外公司部分存量物业位于城市核心地段, 易于变

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6318	6,209	7,488	11,871	17,928
YoY(%)	19.2	-1.7	20.6	58.5	51.0
净利润(百万元)	392.7	447	691	1,540	3,120
YoY(%)	-6.8	13.7	54.7	123.1	102.5
毛利率(%)	21.1	22.2	28.6	36.6	51.3
净利率(%)	6.2	7.2	9.2	13.0	17.4
ROE(%)	6.3	7.0	10.2	19.1	28.5
EPS(摊薄/元)	0.33	0.37	0.58	1.29	2.61
P/E(倍)	31.7	27.8	18.0	8.1	4.0
P/B(倍)	2.0	2.0	1.8	1.5	1.1

现回收现金流，2017 年一季度通过出售深圳香蜜三村及长沙天健芙蓉盛世花园存量物业，实现营业收入 5.82 亿元，不排除未来进一步处理存量物业的可能性。积极参与深圳罗湖棚改，该项目估算总投资额约为 150 亿元，按 6% 的服务费可贡献超过 9 亿营收，同时利于后续获取其他棚户区改造项目 and 潜在二级市场开发机会。

- **“引入战投+员工持股+资产注入”，激发国企活力和动力。**2015 年 12 月公司完成 22 亿元非公开发行，引入包括硅谷天堂在内的多个战略投资者，实现核心骨干持股（持股 4.8%），考虑分红转股后成本价约 5.0 元/股，锁定期三年，2018 年底解禁，股权结构优化和核心员工利益绑定激发国资活力和动力。2016 年 9 月公司以 7.07 亿元完成对粤通公司的收购，粤通公司主要从事道路施工维护、园林绿化施工等业务，对其收购利于进一步延伸天健集团建筑施工业务产业链，巩固其在深圳市属建筑领域的行业龙头地位。
- **盈利预测和投资评级：**由于莱宝高科减持和罗湖旧改拆迁进度具有一定不确定性，仅考虑公司传统地产、物业租赁和建筑施工业务，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.58 元、1.29 元和 2.61 元，当前股价对应 PE 分别为 18.0 倍、8.1 倍和 4 倍。公司未来三年业绩复合增速超过 90%，当前市值仅 124 亿，测算每股 NAV16 块，较当前股价溢价 54%。公司作为市场难得的业绩持续高增长房企，且超过 40% 的土地储备位于粤港澳大湾区，有望受益粤港澳大湾区建设，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 业绩结算进度不及预期风险；2) 市政施工业务转型不及预期风险。

正文目录

推荐逻辑	5
一、公司简介	5
1.1 深圳国资下属上市企业	5
1.2 布局三大业务，地产贡献业绩	6
二、地产：迎来业绩爆发期	7
2.1 聚焦六大城市，一线货值充足	7
2.2 逆周期低点拿地，毛利率有望维持高位	9
2.3 受益深圳城市更新，迎来发展新机遇	11
三、建筑施工：业务转型升级，毛利率有望提升	13
四、城市服务：租金收益稳定，积极拓展新业务	14
4.1 物业出租：收益稳定，变现能力强	14
4.2 罗湖旧改：打造深圳棚改服务标杆，利于后续业务获取	15
五、把握国企改革机遇，“引入战投+员工持股+资产注入”	16
六、盈利预测及投资评级	17
6.1 地产业务步入业绩爆发期.....	17
6.2 物业租赁：天健科技大厦投入使用，提振业绩	18
6.3 建筑施工：毛利率提升带动业绩改善	19
6.4 潜在的莱宝高科减持增厚投资收益	19
6.5 罗湖旧改带来新的业绩贡献.....	19
6.6 盈利预测及投资评级.....	19
七、风险提示	20

图表目录

图表 1	公司股东结构	6
图表 2	2016 年各业务营收及毛利率	6
图表 3	2016 年公司毛利构成	6
图表 4	公司历年销售面积走势图	7
图表 5	上海天健萃园外景	7
图表 6	上海天健萃园项目位置图	7
图表 7	2016 年末公司土地储备情况	8
图表 8	2016 年末公司未结转项目建面分布	8
图表 9	2016 年末公司未结转货值分布	9
图表 10	2016 年地产毛利率逐步走高	9
图表 11	2016 年公司主要项目结算毛利率	10
图表 12	公司 2013 年以来新增地产项目	10
图表 13	部分 2017-2018 年结算项目地价与房价比	10
图表 14	《深圳市城市更新办法》实现了土地招拍挂制度的突破	11
图表 15	天健天骄项目关键时间点	11
图表 16	天健工业区位置图	12
图表 17	天健主要城市更新项目	12
图表 18	工程施工毛利率有待提升	13
图表 19	公司参与联合体主要中标 EPC 项目	13
图表 20	主要央企工程承包业务毛利率（2016）	14
图表 21	2016 年末公司主要出租物业情况	14
图表 22	罗湖棚改项目介绍	15
图表 23	公司 2015 年定增引入战投和实现员工持股	16
图表 24	粤通持有的房地产类资产	17
图表 25	公司地产项目结算表	18
图表 26	公司物业租金收入测算	19
图表 27	公司持有莱宝高科股权变动情况	19
图表 28	公司净利润测算（亿元）	20
图表 29	公司 NAV 测算	20

推荐逻辑

自 2014 年 2 月发布天健集团首篇报告以来，平安地产团队累计发布公司各类报告 19 篇，见证公司成为深圳国企改革排头兵、“引入战投+员工持股”、注入粤通、天健工业区旧改获批开工等一个个重要事件。站在目前时点，我们认为公司正迎来业绩兑现的收获时节，市场一致预期公司 2017-2019 年仅 15% 左右复合业绩增长，我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 6.9 亿、15.4 亿和 31.2 亿，同比分别增长 55%、123% 和 103%，三年业绩复合增速超过 90%，有望大超市场预期。公司当前市值仅 124 亿，测算每股 NAV16 块，较当前股价溢价 54%，作为市场难得的业绩持续高增长房企，维持“强烈推荐”评级。核心推荐逻辑如下：

1、迎来业绩爆发，三年业绩复合增速超过 90%

1) 房地产业务：公司 2017-2018 年将迎来六个项目结算，且拿地时点主要集中在地价大涨前的 2013-2014 年，上海天健萃园、南宁天健领航、南宁天健西班牙小镇等项目地价与房价比分别仅为 30.5%、28.8% 和 20.8%，2017-2018 年业绩增长和毛利率均有保障。2019 年深圳天健天骄一期（天健工业区旧改）将进入结算周期，该项目货值近 200 亿，总地价仅 25.8 亿，为 2019-2020 年业绩爆发奠定基础。

2) 建筑施工：由施工承包商向工程总包商转型升级，EPC（工程总承包）对投标人门槛要求较高，参与者多为央企，避免此前施工业务低成本无序竞争，中国中冶等央企工程承包毛利率基本在 10% 左右，毛利率有望逐步提升。按照目前施工业务每年 40 亿营收，毛利率每提高 1 个百分点，可贡献 4000 万毛利。

3) 城市服务：2017 年深圳天健科技大厦将投入使用，该项目建面 7.11 万平米，按照 120 元/月/平米的租金、90% 的出租率估算，每年可带来 0.92 亿租金收入。

2、受益深圳城市更新，业绩具备持续性

根据《深圳城市更新办法》，通过补缴地价，可在不变更土地使用权主体前提下改变土地功能，公司天健科技大厦、天健工业区旧改项目均实现土地变性，其中天健工业区（天健天骄一期）为 2019-2020 年业绩爆发奠定基础。目前香蜜新村（当前建面 10 万平）、市政大厦（当前建面 11 万平）城市更新前期工作正有序推进，粤通工业区和华富工业区（建面 4.6 万平）已成立改造小组，其中香蜜新村和市政大厦毗邻天健天骄，均位于深圳核心地段，保障未来三到五年深圳项目开发和业绩贡献。

3、“引入战投+员工持股”激发国企活力和动力

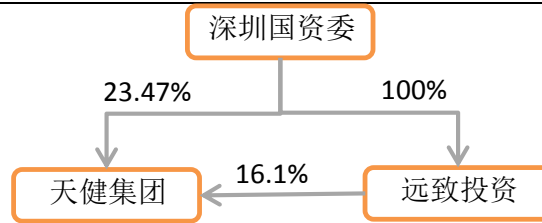
2015 年 12 月完成 22 亿元非公开发行，引入包括硅谷天堂在内的多个战略投资者，实现核心骨干持股（持股 4.8%），考虑分红转股后成本价约 5.0 元/股，锁定期三年，2018 年底解禁，股权结构优化和核心员工利益绑定激发国企活力和动力。

一、公司简介

1.1 深圳国资下属上市企业

公司为深圳国资委下属控股企业，其中深圳国资委直接 23.47% 股权，并通过全资子公司远致投资持有 16.1% 股权，合计持有公司 39.6% 的股权。

图表1 公司股东结构

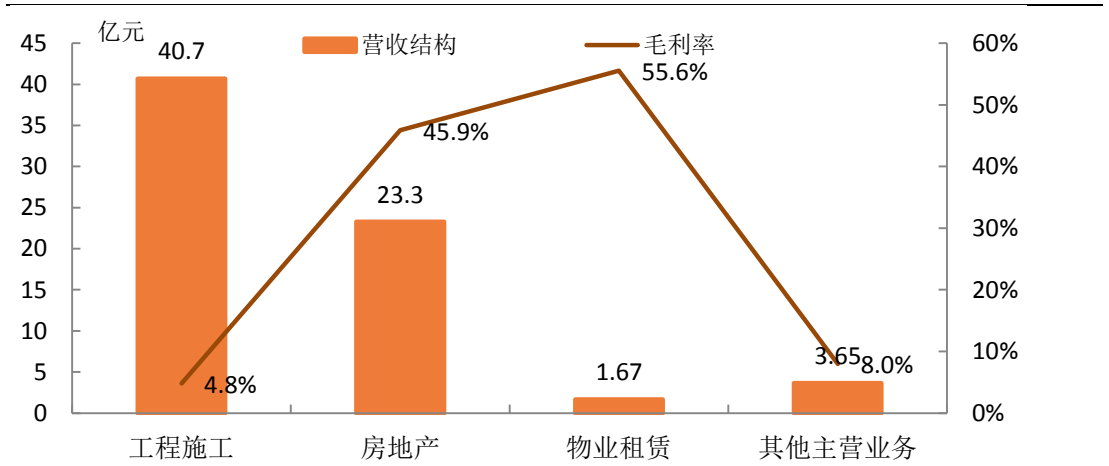


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

1.2 布局三大业务, 地产贡献业绩

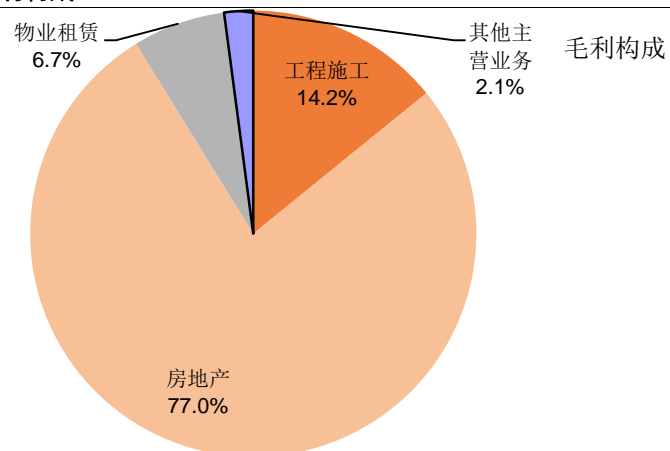
公司业务结构包括地产、工程施工和城市服务三大板块, 从营收角度来看, 2016年施工业务占到公司总营收的58.7%, 但由于工程施工业务毛利率较低(2016年仅4.8%), 远低于地产和物业租赁, 工程施工占毛利比重不到15%, 地产业务为主要利润来源。

图表2 2016年各业务营收及毛利率



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表3 2016年公司毛利构成



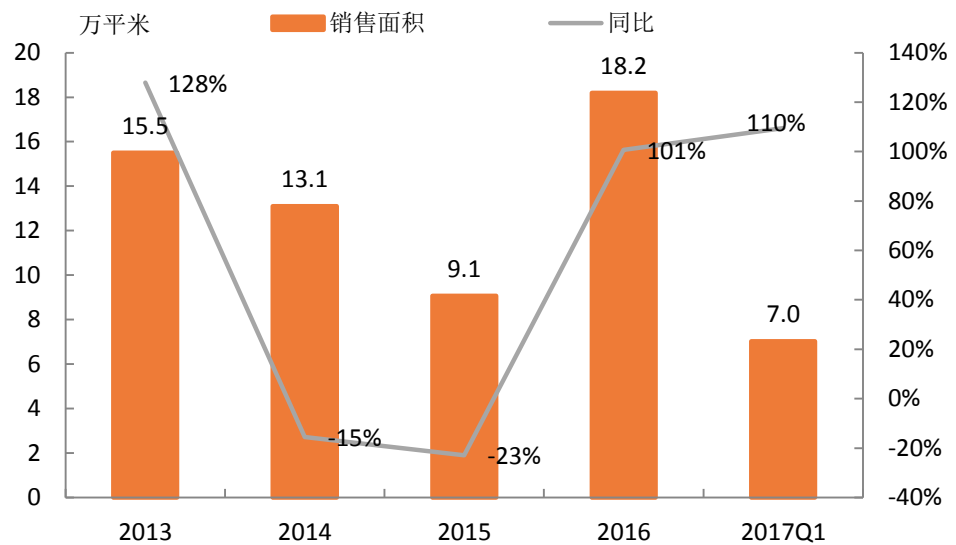
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

二、 地产： 迎来业绩爆发期

2.1 聚焦六大城市， 一线货值充足

公司房地产业务分布在深圳、上海、长沙、南宁、惠州、广州六大城市，2016 年实现销售面积 18.2 亿，同比增长 101%。2017 年 4 月末，公司上海天健萃园、南宁天健西班牙小镇相继开盘，从我们草根调研情况来看，去化率普遍在 70%以上，上海天健萃园首推 300 多套，开盘一周仅剩下少量房源。考虑到货值近 200 亿的深圳天健天骄项目将于 2018 年销售，我们判断 2017-2018 年公司销售额有望延续高增长。

图表4 公司历年销售面积走势图



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表5 上海天健萃园外景



资料来源:现场拍摄, 平安证券研究所

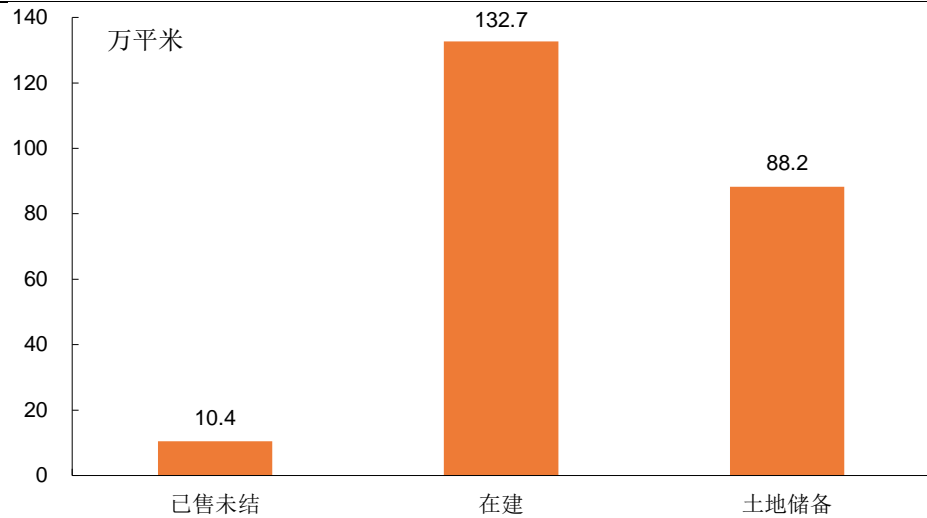
图表6 上海天健萃园项目位置图



资料来源:现场拍摄, 平安证券研究所

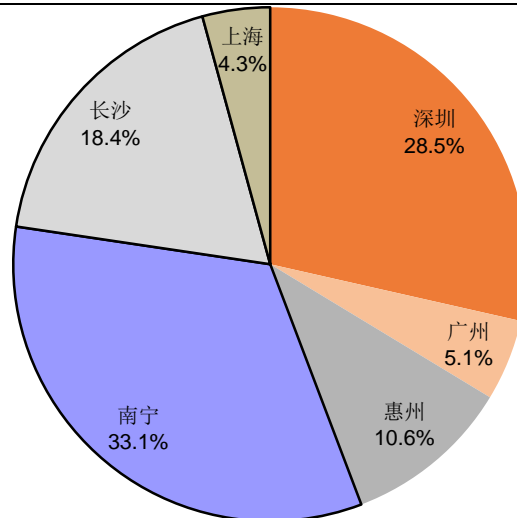
从土地储备分布来看，截止 2016 年末，公司未结转建面约 230 万平米，其中南宁、深圳土储占比达 33.1%和 28.5%。从货值角度来看，即使不考虑深圳天健科技大厦（产业地产）、回龙铺项目（产业地产）及西丽曙光项目（政府规划调整），粗略测算公司商住未结项目总货值达 530 亿，其中深圳区域货值占比达 57.8%。

图表7 2016 年末公司土地储备情况



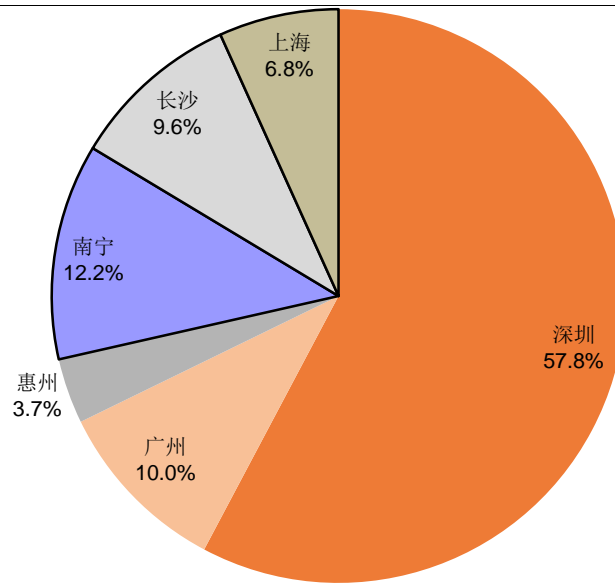
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表8 2016 年末公司未结转项目建面分布



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表9 2016 年末公司未结转货值分布



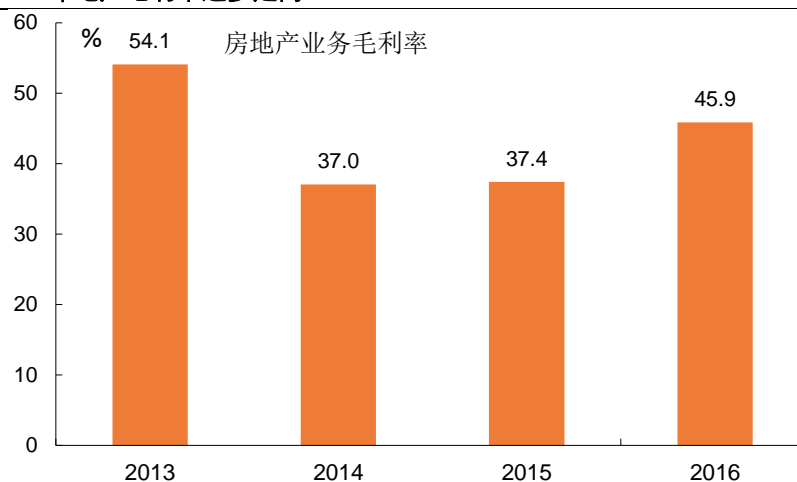
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 深圳天健科技大厦、回龙铺项目属产业地产暂未考虑、西丽项目受政府规划调整暂未考虑

2.2 逆周期低点拿地，毛利率有望维持高位

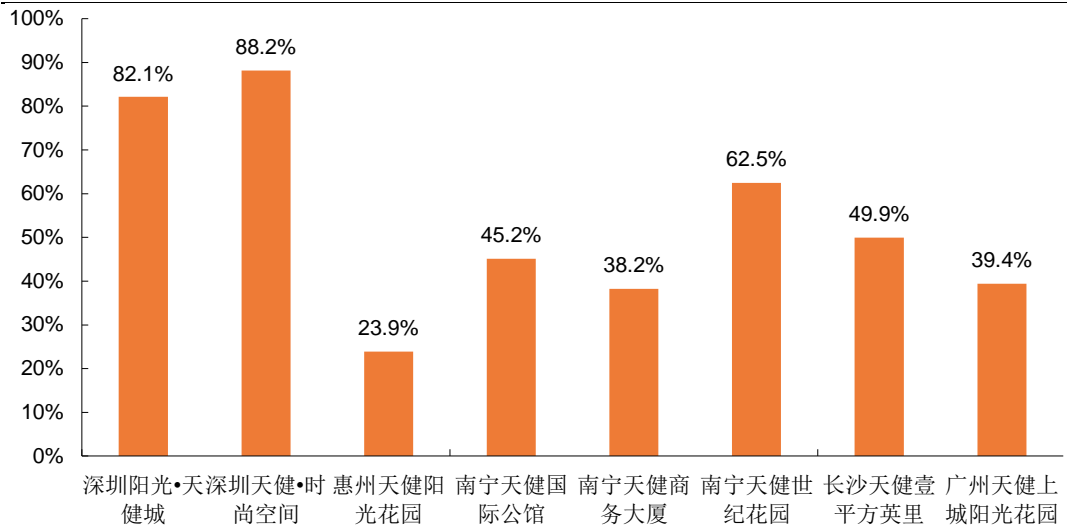
随着深圳、南宁等高毛利率地产项目逐步结算，公司地产毛利率逐步攀升，2016 年地产结算毛利率同比上升 8.1 个百分点至 45.9%，远高于行业平均（2016 年上市房企毛利率均值为 27.2%）。2017-2018 年上海天健萃园、南宁天健领航、南宁天健西班牙小镇等项目将逐步进入结算周期，从拿地时间来看，这部分项目均在地价大涨前的 2013-2014 年获取，上述三个项目地价与房价比分别为 30.5%、28.8%和 20.8%，预计公司毛利率仍将维持较高水平。

图表10 2016 年地产毛利率逐步走高



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表11 2016年公司主要项目结算毛利率



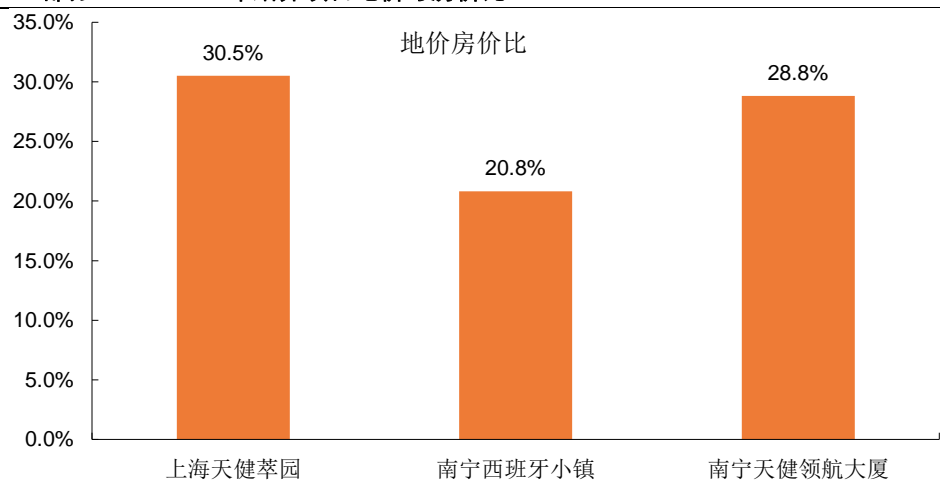
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表12 公司2013年以来新增地产项目

时间	项目	计容建面 (万平)	总地价款 (亿元)	楼面地价 (元/平米)	竣工时期
2016年11月	广州白云区地块	5.67	18.90	33350	-
2016年10月	深圳回龙埔项目	2.67	0.81	3047	2019
2015年10月	深圳西丽曙光项目	19.92	20.58	10333	-
2015年6月	上海南码头	2.41	6.05	25104	2018
2014年4月	南宁天健领航大厦	4.62	1.47	3171	2017
2014年1月	南宁天健西班牙小镇	20.70	3.45	1665	2018
2013年12月	上海天健萃园	6.82	5.20	7625	2017
2013年5月	广州天健汇	3.04	1.95	6408	2018

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表13 部分2017-2018年结算项目地价与房价比

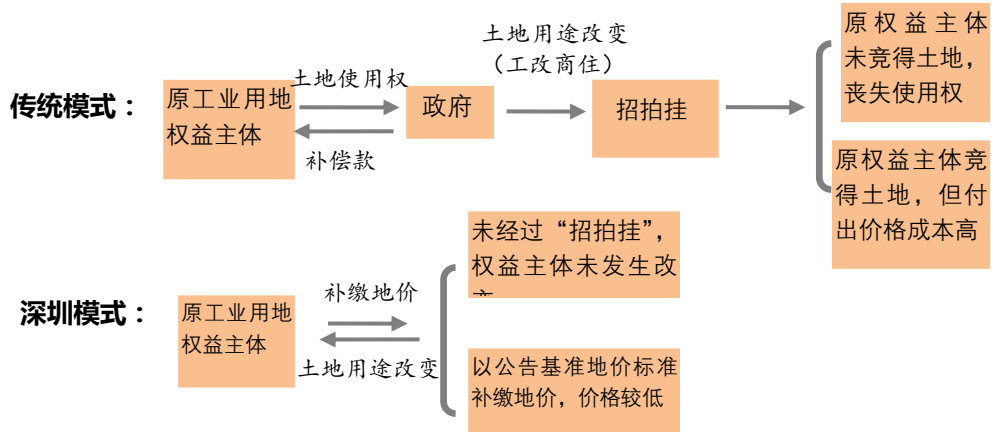


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

2.3 受益深圳城市更新，迎来发展新机遇

土地稀缺推动深圳城市更新。受制于土地资源的紧缺，深圳近年一直积极推进土地制度改革。2009年推出的深圳城市更新计划极大地释放深圳存量建设用地，借助《深圳城市更新办法》，通过补缴地价，可在不变更土地使用权主体前提下改变土地功能。

图表14 《深圳市城市更新办法》实现了土地招拍挂制度的突破



资料来源：《深圳市城市更新办法》，平安证券研究所

图表15 天健天骄项目关键时间点

2012年4月	纳入《2012年深圳市城市更新单元计划第一批计划》
2014年10月	确定建面22万平，其中住宅19.9万平（含保障房2.93万平）、商业1.1万平米等。
2015年7月	该城市更新规划经深圳市城市规划委员会建筑与环境艺术委员会审议并获原则通过
2016年9月	收到深圳市规划和国土资源委员会福田管理局出具的《深圳市建设用地规划许可证》
2017年4月	收到《土地使用权出让合同书》，项目总地价25.8亿，建面19.5万平，其中住宅17.8万平、0.92万平米。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表16 天健工业区位置图



资料来源:链家, 平安证券研究所

潜在更新项目储备丰富，保障三到五年开发。除天健科技大厦和天健工业区外，未来香蜜新村、市政大厦、粤通工业区、华富工业区等项目均有望受益城市更新，保障未来三到五年深圳项目开发。

图表17 天健主要城市更新项目

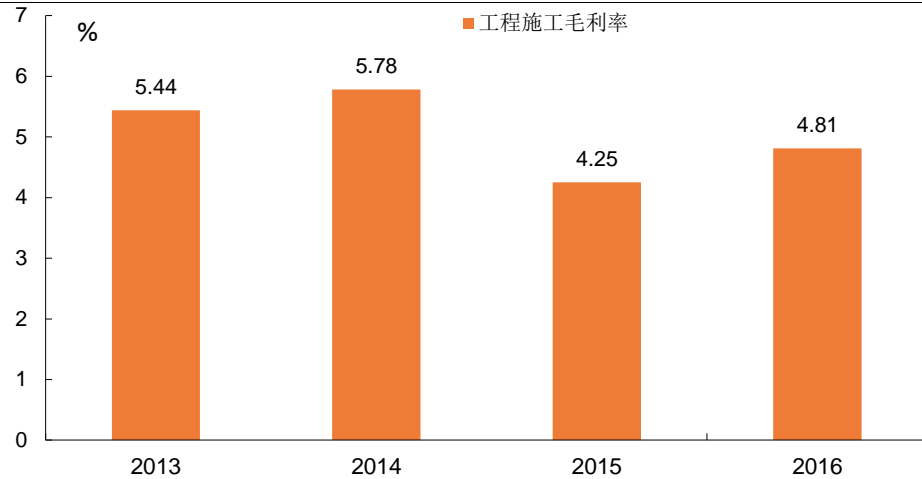
项目	更新前土地性质	更新后土地性质	相关指标
天健科技大厦	混凝土搅拌站经营用地	工业研发用地	更新后计容建面 7.11 万平米，预计总建面 13.8 万平，2017 年竣工，自持出租
天健工业区（天健天骄项目一期）	工业用地	商住用地	更新后建面 22 万平，其中住宅 19.9 万平（含保障房 2.93 万平）、商业 1.1 万平米等。2018 年预售，2019 年交房
香蜜新村	商住	城市更新改造前期工作正在有序推进	当前建面 10 万平
市政大厦	商业写字楼及配套	城市更新改造前期工作正在有序推进	当前建面 11 万平
粤通工业区	工业用地	粤通工业区规划为一类工业用地，所在片区工业用地以现状保留为主，如需产业升级改造，容积率上限为 3.0	当前建面 1.67 万平
华富工业园	工业用地	为 GX04 城市更新单元规划范围的组成部分，规划为二类住宅用地，属规划、拆除重建地块	当前建面 2.95 万平

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

三、 建筑施工：业务转型升级，毛利率有望提升

2016 年公司建筑施工实现营收 40.7 亿元，同比增长 16.55%，占公司总营收的 58.7%。传统建筑施工业务门槛较低，市场低成本无序竞争激烈，导致中标价利润空间持续压缩，加上人力及原材料价格上涨，公司 2016 年工程施工业务毛利率仅 4.8%，从净利润角度来看仅略有盈利。

图表18 工程施工毛利率有待提升



资料来源:链家, 平安证券研究所

为提升市政施工业务盈利能力,业务结构上,公司加快从传统施工业务向产业链上下游延伸,以 EPC、PPP 模式承揽业务,从施工承包商向工程总包商转型升级。2016 年以来,公司通过与中交等央企合作,单独或联合中标南山高新区交通改造工程等 5 个 EPC 项目,中标总金额达 91.6 亿。

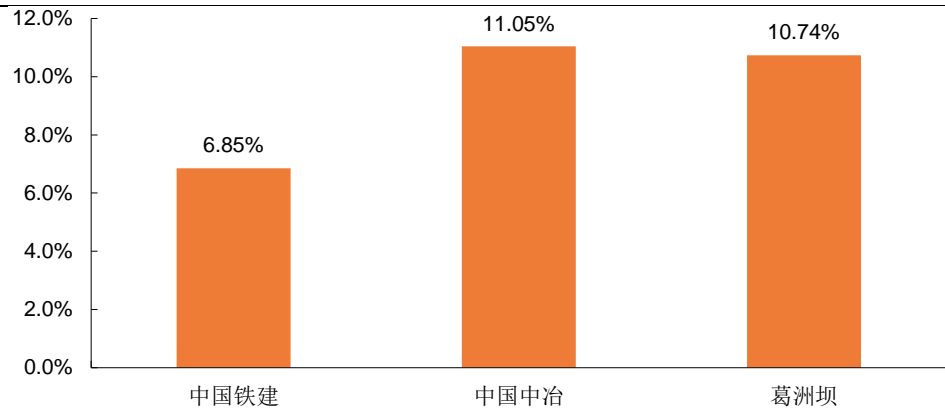
相比传统施工承包模式, EPC (工程总承包) 对投标人门槛要求较高,参与者多为央企,避免此前施工业务低成本无序竞争,从中国中冶等央企工程承包业务毛利率来看,基本在 10%左右,随着业务结构的转型升级,预计公司市政施工业务毛利率有望逐步提升。按照目前施工业务每年 40 亿营收,毛利率每提高 1 个百分点,可贡献 4000 万毛利。

图表19 公司参与联合体主要中标 EPC 项目

时间	项目名称	中标金额 (亿元)
2016 年 1 月	深圳市南山高新区交通改造工程	3.07
2016 年 4 月	阿波罗未来产业城启动区基础设施 EPC 项目	15.8
2016 年 9 月	坪山新区雨污水管网工程 (坪山片区) EPC	15.9
2017 年 1 月	布吉河流域综合治理工程“EPC+O”项目	13.6
2017 年 3 月	深圳机场三跑道扩建工程场地陆域形成及软基处理工程 EPC 项目	43.2

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表20 主要央企工程承包业务毛利率（2016）



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

业务领域上, 公司从传统市政施工和房屋建筑, 向新型建筑业务领域转型升级。在巩固传统的市政工程优势基础上, 公司积极布局围填海、海绵城市、综合管廊、治水提质、河流治理等新型业务领域, 抢占市场先机。2016 年中标项目中, 此类新业务占比 42%, 深圳市及其周边城市的项目占比 83%, 区位优势不断强化。同时公司作为深圳市属建设平台, 超过 40%的土地储备位于粤港澳大湾区, 粤港澳大湾区建设未来有望给公司带来更多业务机会。

四、 城市服务：租金收益稳定，积极拓展新业务

4.1 物业出租：收益稳定，变现能力强

2016 年公司物业租赁实现营收 1.67 亿, 同比增长 15.2%。截止 2016 年末, 公司可供出租物业建面 22.1 万平米, 此外深圳天健科技大厦已开始招商, 预计 2017 年下半年投入使用, 该项目建面 7.11 万平米, 按照 120 元/月/平米的租金、90%的出租率估算, 每年可带来 0.92 亿租金收入。

同时公司部分存量物业位于城市核心地段, 易于变现回收现金流。2016 年 12 月公司公开挂牌转让海南天健威斯特酒店 100%股权; 2017 年一季度公司通过出售深圳香蜜三村及长沙天健芙蓉盛世花园存量物业, 实现营业收入 5.82 亿元, 不排除未来进一步处理存量物业的可能性。

图表21 2016 年末公司主要出租物业情况

地区	项目	业态	权益比例 (%)	可租面积 (平米)	出租率 (%)
深圳	景田综合大楼	住宅及配套	100	5912	48
	景田综合市场 (缤悦会)	住宅及配套	100	19518	86
	香蜜新村	住宅	100	3204	100
	天健创业大厦	写字楼及配套	100	27462	100
	天健商务大厦	写字楼及配套	100	234 7	100
	市政大厦	写字楼及配套	100	9891	100
	沙头角综合楼	写字楼及配套	100	4414	100
	天然居商业中心	商业	100	7663	100
	阳光天健城	商业	100	8940	100
	香蜜三村	商业	100	12359	100
	鲁班大厦	商业	100	5802	74

	清水河干货仓	工业厂房及配套	100	10326	100
	坑梓工业厂房	工业厂房及配套	100	12365	37
	粤通工业区	工业厂房及配套	100	16656	100
	华富工业园	工业厂房及配套	100	29491	95
	石岩厂房	工业厂房及配套	100	6674	100
长沙	天健芙蓉盛世	商业及配套	100	17322	100
	合计			221448	

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 香蜜新村和长沙天健芙蓉盛世物业 2017 年一季度已出售

4.2 罗湖旧改: 打造深圳棚改服务标杆, 利于后续业务获取

2016 年 4 月 6 日, 公司中标深圳罗湖“二线插花地”棚户区改造服务项目, 2016 年 10 月, 公司注册成立深圳首家棚改公司——深圳市天健棚改投资发展有限公司, 专门从事棚户区改造项目的投融资、运营及谈判签约、房屋拆除、项目策划、建设管理、回迁安置等全过程综合服务。截止 2017 年 5 月, 罗湖项目签约率突破 98%, 9.3 万人已经搬离。该项目估算总投资额约为 150 亿元, 考虑项目拆迁难度, 预计最终投资将远超 150 亿, 按 6% 的服务费可贡献超过 9 亿营收。罗湖旧改项目的获取和顺利推进, 利于后续获取其他棚户区改造项目和潜在二级市场开发机会。

图表22 罗湖棚改项目介绍

参与定增方	项目情况
棚改项目范围	位于广东省“A1-3 崩塌、滑坡地质灾害高易发区”, 存在严重的公共安全隐患的罗湖“二线插花地”区域, 包括木棉岭片区、玉龙片区、布心片区, 用地面积约 54 万平方米、约 1392 栋建筑, 约 132.4 万平方米建筑面积的改造工作, 涉及约 3.37 万户、人口约 8.5 万人, 属于罗湖“二线插花地”棚户区改造范围
棚改项目改造方式和目的	全部拆除重建, 重建住房为回迁安置房和政府保障性住房, 以达到按照政府批准的专项规划, 完成罗湖“二线插花地”安全隐患消除、住房条件和生活环境明显改善, 基础设施和公共服务设施水平整体提升的改造目的
政府购买棚改服务工作范围和工作内容	作为棚改服务方, 乙方需完成罗湖“二线插花地”棚改全部工作、提供全程服务, 包括但不限于完成项目前期的项目建议书和可行性研究报告、环境影响评价、概算等相关编制, 项目全过程的报批报建工作, 建设资金筹措等, 完成棚改范围内的房屋查丈、谈判签约、房屋拆除、过渡期安置等, 项目中期的工程建设管理(含勘察、设计、工程建设等), 以及项目后期的回迁安置、项目移交等
项目投资计划及资金安排	估算总投资额约为人民币 150 亿元(不包含乙方服务费用), 最终以政府部门下达的项目投资计划为准

乙方为本项目提供全程服务的服务费率为 6%，计费基数为整个罗湖“二线插花地”棚户区改造经政府审计部门审定的总投资额（不包含乙方服务费），服务费=服务费费率×政府审计机关审定的总投资额（不含项目融资产生的利息），乙方服务费按项目进展情况分阶段支付

乙方服务费及支付方式

资料来源：公司公告，平安证券研究所

五、把握国企改革机遇，“引入战投+员工持股+资产注入”

5.1“引入战投+员工持股”激发国企活力

作为深圳市国资委下属国企，公司在深圳国资系统开创“资产收购+市场化引入战略投资者+管理层和核心骨干持股+管理提升”四位一体方式，2015 年 12 月完成募资高达 22 亿元的非公开发行，引入包括硅谷天堂在内的多个战略投资者，实现核心骨干持股（持股 4.8%），考虑分红转股后成本价约 5.0 元/股，锁定期三年。股权结构的优化和核心员工利益绑定利于激发国企的活力和动力，这亦是我們看好公司未来几年业务结构优化和业绩增长的重要原因。

图表23 公司 2015 年定增引入战投和实现员工持股

参与定增方	持股数	持股比例
深圳远致投资	19283.75	16.1%
国泰君安君享天健如意集合资产管理计划（员工持股）	5785.12	4.8%
嘉兴硅谷天堂恒智投资	3856.75	3.2%
深圳高新投	3856.75	3.2%
达实投资	1928.37	1.6%
红土创新基金	1928.37	1.6%
深圳国信弘盛股权投资基金	1928.37	1.6%
深圳凯富基金	1928.37	1.6%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：考虑公司 2015 年 10 转 4 后最新股本

5.2 注入粤通延伸产业链，增厚土地储备

作为深圳国资整合的重要一步，2014 年 9 月公司启动收购深国资旗下粤通公司 100% 股权，经过两年的土地资产处置、剥离资产及委托经营、土地及房产权属关系梳理与完善，2016 年 9 月公司以 7.07 亿元完成对粤通公司的收购。粤通公司主要从事道路施工维护、园林绿化施工等业务，对其收购利于进一步延伸天健集团建筑施工业务产业链，巩固其在深圳市属建筑领域的行业龙头地位。

同时粤通主要以房地产类和设备资产为主，本次收购将新增公司土地储备 6.6 万平米，其中粤通工业区与华富工业区目前为工业用地，根据深圳宝安片区法定图则，华富工业区为 GX04 城市更新单元规划范围的组成部分，规划为二类住宅用地，属规划、拆除重建地块；粤通工业区同样存在产业升级改造的可能。

图表24 粤通持有的房地产类资产

序号	物业名称	物业位置	物业用途	建面(平方米)
1	龙华粤通工业厂区综合楼、厂房及宿舍(狮头岭厂房、宿舍)	深圳龙华街道三联村	厂房、宿舍	16656.4
2	龙华东富工业区(华富厂房、宿舍)	深圳龙华新区大浪街道	厂房、宿舍	29491.1
3	隆盛花园 S1 商场	深圳横岗四联路以东	商业	282.9
4	翠竹路九号大院综合楼 1 栋一层	深圳罗湖区翠竹路以西	商业	392.6
	翠竹路九号大院 7 栋首层	深圳罗湖区翠竹路以西	商业	353.1
5	锦星别墅	深圳市罗湖区文锦渡	别墅	403.8
6	公路局综合楼 1 栋(大横坑 1 栋)	深圳市罗湖区翠山路 77 号大院	办公	2925.3
	公路工程总队综合楼(大横坑综合楼)	深圳市罗湖区翠山路 77 号大院	办公	3168.5
7	盐田沙头角办公宿舍综合楼局、办公住宅楼(沙头角综合楼)	深圳盐田区沙头角	综合楼	4414.0
8	晒布路十一巷 169-170 首层(罗湖区立新路十巷 169-170 号首层)	深圳罗湖区晒布路西侧	住宅	306.6
9	罗湖区晒布路天富楼 8 号铺位	深圳罗湖区晒布路西侧	商住	40.0
10	罗湖区文锦北路田苑综合楼 52-105、52-106、52-107、52-108、53-101、53-102	深圳罗湖区文锦北路以东	商业	337.6
11	公路局沙头班宿舍楼 1 栋 102、103、105、106(沙头班宿舍楼首层)	深圳福田区新洲九街	住宅	299.1
	公路局沙头班宿舍楼 1 栋第一层(沙头班宿舍楼首层管理房)	深圳福田区新洲九街	住宅	142.3
12	石岩厂房	深圳宝安区石岩街道天宝路以东	厂房、宿舍	6674.4
	合计			65887.5

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

六、盈利预测及投资评级

6.1 地产业务步入业绩爆发期

从竣工时间来看,公司 2017 年起逐步进入结算高峰期。2017 年上海天健萃园、南宁天健领航大厦竣工;2018 年广州天健汇、深圳天健公馆、上海南码头、南宁西班牙小镇竣工;2019 年尽管只有天健天骄项目竣工,但该项目货值近 200 亿,毛利率超过 60%,预计公司 2017-2019 年地产结算净利润分别为 6.3 亿、14.3 亿和 29.7 亿。

图表25 公司地产项目结算表

	2016 年末未 结建面 (万 平)	结算均价 (元/平)	楼面地价 (元/平)	总货值 (亿)	毛利 率	净利润 (亿元)		
						2017E	2018E	2019E
天健天骄一期	23.0	110000	11200	253.0	64.9%	0	0	245497
深圳阳光天健城	1.55	40000	4000	6.2	75.3%	14616	0	0
惠州天健 阳光花园一期	1.31	6000	2000	0.79	24.8%	776	86	0
南宁天健国际公馆	0.37	18000	4800	0.67	44.6%	1211	0	0
南宁天健商务大厦	0.33	20000	6000	0.66	37.8%	1045	0	0
南宁天健世纪花园	1.46	25000	4000	3.7	61.1%	7297	811	0
南宁天健西班牙小 镇	20.6	8000	1665	16.7	36.9%	0	20420	5105
南宁天健领航大厦	4.6	11000	3200	5.1	26.2%	5227	581	0
长沙天健壹平方英 里	2.14	10000	2000	2.1	48.9%	3726	414	0
广州天健 上城阳光花园	3.27	30000	8000	9.8	40.4%	14830	1648	0
广州天健汇	3.04	40000	6408	12.2	47.8%	0	18524	4631
深圳天健公馆	4.29	100000	10000	42.9	65.6%	0	52133	13033
上海天健萃园	6.82	25000	7361	17.0	39.5%	0	22468	5617
上海南码头项目	3.13	60000	25103	18.8	41.3%	0	25734	6434
南宁天健 城	50.09	8000	1690	40.1	33.8%	0	0	0
长沙天健 芙蓉盛世三期	39.25	12000	3000	47.1	43.3%	0	0	16817
广州白云项目	5.67	55000	33350	31.2	19.4%	0	0	0
惠州天健 阳光花园二、三期	23.2	8000	2000	18.7	36.4%	0	0	0
香蜜三村 (2017Q1 整体转 让)	1.0	42000	3500	4.2	79.1%	9797	0	0
长沙芙蓉盛世一期 (2017Q1 整体转 让)	1.64	11000	2000	1.8	69.8%	4677	0	0
合计				532.4		63203	142819	297134

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 深圳天健科技大厦、回龙铺项目属产业地产暂未考虑、西丽项目受政府规划调整暂未考虑

6.2 物业租赁: 天健科技大厦投入使用, 提振业绩

公司 2016 年物业租金收入 1.67 亿元, 考虑公司一季度出售深圳和长沙存量物业, 将减少公司 2.7 万平可供出租建面, 但深圳天健科技大厦 2017 年 3 月已开始招商, 预计下半年投入使用, 该项目建面 7.11 万平米, 按照 120 元/月/平米的租金、90%的出租率, 预计可带来 0.92 亿租金收入。保守

估计,预计公司 2017-2019 年租金收入分别为 1.5 亿、2.2 亿和 2.3 亿,对应净利润分别为 0.59 亿、0.86 亿和 0.90 亿。

图表26 公司物业租金收入测算

	2017E	2018E	2019E
租金收入 (亿)	1.5	2.2	2.3
毛利 (亿, 毛利率按 55%)	0.83	1.21	1.27
管理费用 (收入 *3%)	0.05	0.07	0.07
税前利润 (亿元)	0.78	1.14	1.20
所得税 (25%)	0.20	0.29	0.30
净利润 (亿)	0.59	0.86	0.90

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

6.3 建筑施工: 毛利率提升带动业绩改善

公司建筑施工业务目前仅微有盈利,考虑转型升级后毛利率提升,按照 2016 年 40 亿营收,假定 2018、2019 年毛利率每年提高 1 个百分点,可增厚 2018-2019 年毛利约 0.4、0.8 亿,毛利润约 0.3、0.6 亿净利润。

6.4 潜在的莱宝高科减持增厚投资收益

2016 年 4 月公告授权公司管理层适时减持市政总公司所持有的莱宝高科全部股份(授权有效期三年), 2016 年公司已减持 1.7% 莱宝高科股权,获得股权转让收益 1.28 亿元。目前公司仍持有莱宝高科 8.35% 股权,持有市值约 6 亿,公司初始投资成本仅 1837 万,不排除 2017 年、2018 年进一步减持增加投资收益。

图表27 公司持有莱宝高科股权变动情况

	所持股份 (万股)	股权占比	股份变动原因
1992	1840	23%	初始投资
2007 年 1 月 12 日	3019	15.84%	莱宝高科上市
2013 年 3 月 19 日	7597	10.76%	公司未参与非公开发行, 股份被稀释
2014 年 12 月 8 日	7097	10.05%	公司在二级市场减持
2017 年 5 月 18 日	5897	8.35%	公司通过大宗减持

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

6.5 罗湖旧改带来新的业绩贡献

罗湖旧改项目估算总投资额约为 150 亿元 (考虑项目拆迁难度, 预计最终投资或更多), 按 6% 的服务费可贡献超过 9 亿营收, 服务费按进展分阶段支付。目前该项目签约率突破 98%, 9.3 万人已经搬离, 按进度预计年内可贡献一定业绩。

6.6 盈利预测及投资评级

由于莱宝高科减持和罗湖旧改拆迁进度具有一定不确定性，仅考虑公司传统地产、物业租赁和建筑施工业务，预计公司 2017-2019 年净利润分别为 6.9 亿、15.4 亿和 31.2 亿，对应 EPS 分别为 0.58 元、1.29 元和 2.61 元，当前股价对应 PE 分别为 18.0 倍、8.1 倍和 4 倍。公司未来三年业绩复合增速超过 90%，当前市值仅 120 多亿，测算每股 NAV16 块，较当前股价溢价 54%。公司作为市场难得的业绩持续高增长房企，且超过 40%的土地储备位于粤港澳大湾区，有望受益粤港澳大湾区建设，维持“强烈推荐”评级。

图表28 公司净利润测算（亿元）

	2017E	2018E	2019E
地产结算净利	6.32	14.28	29.71
物业租赁净利	0.59	0.86	0.90
市政施工	0	0.3	0.6
合计	6.9	15.4	31.2
莱宝高科减持收益	1	1	1
罗湖旧改	0.15	0.15	0.15
合计	8.1	16.6	32.4

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：1) 假定 2017-2019 年莱宝高科减持比例与 2016 年一致，投资收益 1.28 亿，税后净利润 1.0 亿；

2) 罗湖旧改项目 9 亿营收，按 5%净利率、三年摊销估算

图表29 公司 NAV 测算

地产项目净利润贴现（亿元）	101.1
投资性房地产增值（亿元）	27.2
2016 年末权益净资产（亿元）	62.9
合计（亿元）	191.2
总股本（亿股）	11.98
每股 NAV（元/股）	16.0

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：建筑施工业务按 1 倍 PB 体现在净资产中

七、风险提示

1) 业绩结算进度不及预期风险；2) 市政施工业务转型不及预期风险。

资产负债表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	15618	19409	27973	30580
现金	3586	2246	3561	5378
应收账款	638	713	1429	1805
其他应收款	199	340	514	776
预付账款	80	495	416	959
存货	11110	15604	22044	21646
其他流动资产	6	11	9	16
非流动资产	3672	3765	3990	4240
长期投资	264	263	262	261
固定资产	248	303	450	594
无形资产	121	109	101	94
其他非流动资产	3039	3090	3178	3292
资产总计	19291	23174	31963	34821
流动负债	9139	12949	20376	20421
短期借款	3440	5741	8169	9820
应付账款	2204	1685	3795	2565
其他流动负债	3495	5522	8411	8036
非流动负债	3816	3449	3521	3465
长期借款	3704	3337	3409	3353
其他非流动负债	112	112	112	112
负债合计	12955	16398	23897	23886
少数股东权益	46	46	46	46
股本	1198	1198	1198	1198
资本公积	2281	2281	2281	2281
留存收益	2259	2671	3570	5299
归属母公司股东权益	6290	6730	8020	10889
负债和股东权益	19291	23174	31963	34821

现金流量表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-731	-2968	-416	1212
净利润	446	680	1540	3120
折旧摊销	90	92	145	221
财务费用	168	277	374	519
投资损失	-110	0	0	0
营运资金变动	-1276	-4016	-2476	-2648
其他经营现金流	-49	0	0	0
投资活动现金流	-749	-184	-370	-471
资本支出	200	94	227	251
长期投资	-17	1	6	1
其他投资现金流	-566	-90	-138	-219
筹资活动现金流	841	-489	-326	-575
短期借款	-704	0	0	0
长期借款	2350	-367	72	-56
普通股增加	342	0	0	0
资本公积增加	-342	0	0	0
其他筹资现金流	-804	-122	-398	-519
现金净增加额	-639	-3641	-1113	166

利润表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6209	7488	11871	17928
营业成本	4832	5343	7529	8738
营业税金及附加	455	599	1187	3048
营业费用	55	97	237	359
管理费用	164	201	310	465
财务费用	168	262	374	519
资产减值损失	18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	110	0	0	0
营业利润	627	987	2232	4800
营业外收入	29	0	0	0
营业外支出	11	0	0	0
利润总额	645	987	2232	4800
所得税	199	296	692	1680
净利润	446	691	1540	3120
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	447	691	1540	3120
EBITDA	1080	1385	2823	5543
EPS (元)	0.37	0.58	1.29	2.60

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	-1.7	20.6	58.5	51.0
营业利润(%)	24.6	57.3	126.4	115.0
归属于母公司净利润(%)	13.7	54.7	123.1	102.5
获利能力				
毛利率(%)	22.2	28.6	36.6	51.3
净利率(%)	7.2	9.2	13.0	17.4
ROE(%)	7.0	10.2	19.1	28.5
ROIC(%)	4.9	5.4	8.9	13.6
偿债能力				
资产负债率(%)	67.2	70.7	74.7	68.6
净负债比率(%)	63.1	112.8	112.3	83.1
流动比率	1.7	1.5	1.4	1.5
速动比率	0.5	0.3	0.3	0.4
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	11.1	11.1	11.1	11.1
应付账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.58	1.29	2.61
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.75	-2.48	-0.35	1.01
每股净资产(最新摊薄)	5.25	5.63	6.71	9.10
估值比率				
P/E	27.84	18.00	8.07	3.98
P/B	1.98	1.84	1.55	1.14
EV/EBITDA	15.3	14.5	7.6	3.9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033